

情 勢 判 断 資 料 (62年春)

——わが国金融経済の分析と展望

〔目 次〕

- | | |
|----------------------------|--------------|
| 1. 概 況 | (内需の自律的回復力) |
| 2. 景気の現局面 | (物価、雇用の動向) |
| (製造業における調整の進展) | (対外不均衡の是正問題) |
| (家計、非製造業による景気下支え効
果の持続) | 4. 最近の金融情勢 |
| | (金利水準) |
| 3. 62年度経済の展望 | (マネーサプライ動向) |
| (海外環境と輸出入見通し) | |

1. 概 況

60年秋以来の円高に起因した景気調整過程は、これまで明暗の際立った対照、いわゆる「二面性」を伴いつつ展開してきたが、製造業の業況停滞感は引続き根強い状況にある。しかし同時に、「二面性」のうち明の部分である個人消費や住宅投資等の家計支出と非製造業の設備投資は、物価安定や金利低下といった円高メリットを背景に堅調に推移し、引続き景気を下支えしている。また強いデフレーションパクトを被った製造業においても、最近では、これまでの累積的円高の輸出数量抑制効果が次第に減衰し、在庫調整や企業の円高への対応が進展している結果、景気は循環的には底固めの段階に入りつつあるようにうかがわれる。

こうしたなかで、為替相場は3月下旬以来一段の円高となり、収益回復時期の後ずれや、企業マインドの下押しが懸念される。もっとも、①最近の円高に対応した企業の輸出価格引上げ姿勢はかなり限定されたものととどまるものと見受けられ、追加的な輸出数量抑制効果はさほど大きくないとみられること、②上記①は、一方では企業収益圧迫要因となるが、合理化や部品輸入体制へのシフト等円高対応努力もこれまでかなり進展していること、③企業としても、長期的な競争力維持のためにも、最低限の設備投資は行っていくとのスタンスにあること、④円高メリットを享受した家計支出は、引続き底固い推移をたどるものとみられること、等を勘案すれば、円相場がさらに一段と上昇すれば別であるが、それが避

けられれば景気底固めのシナリオ自体が大きく崩れる公算は小さいとの判断が可能である。

本年度経済を展望すると、最近の米ドル金利上昇等不透明な要因もあるが、海外経済が緩やかながら拡大基調を維持し、為替相場が安定するとみる限り、外需によるマイナスの寄与は61年度に比べ大幅に縮小すると予想される。これに加え、在庫調整も年度初にはほぼ一巡に向かう形勢にあることから、生産は徐々に立上がりに向かうこととなろう。ただ、製造業では、上記収益回復の後ずれもあって、少なくとも年度前半までは雇用や設備の面で調整圧力が根強く残存する可能性が大きく、これまで好調が続けてきた家計支出や非製造業の設備投資も徐々に増勢を鈍化させる可能性が強い。この意味で、景気の自律的な回復テンポはかなり緩やかなものにとどまると考えておくべきであろう。

このように回復テンポが緩やかであっても、企業収益や雇用情勢がさらに大きく悪化する事態は一応回避できるものとみられる。すなわち、製造業の収益は、賃金の落着きや年度前半までの雇用調整、さらには生産の回復による固定費負担軽減効果から、下期にかけては若干の改善を期待できよう。また雇用の面でも、非製造業においては、収益の堅調を背景として、前年度対比では若干鈍化するにせよ、引続き順調な拡大が見込まれるため、全体としての雇用者数も緩やかな伸びを確保できる見通しである。とはいえ、いわゆる摩擦的失業が高まることは不可避であり、労働力人口の趨勢的な増加も加わって、失業率が緩やかに上昇していくこと自体は免れ難く、きめ細かい対策が望まれるところである。

この間物価面では、こうした事情を反映して賃金コストの低下が見込まれることや、足もとの円相場上昇もあって、今後輸入物価の大きな上昇がない限り、コスト面からみて安定基調に大きな変化が生じることは予想し難い。

一方、対外収支の動向をみると、輸出数量が減少する反面で、輸入数量がかなりの増加を示しているため、数量ベースの収支はこれまでに顕著な縮小をみた。貿易相手国における生産や雇用の拡大をもたらすのはこうした数量ベース収支黒字の縮小であり、その意味で、円高は大きな成果を挙げている。しかし、ドルベース収支の不均衡は、いわゆる逆Jカーブ効果が尾を引いているため、引続き大幅である。本年度を展望しても、輸出価格の引上げが残存するうえ、数量調整効果も次第に減衰するため、依然大幅な黒字が残る可能性が高く、為替相場に対し攪乱的な影響を及ぼすことや、半導体報復関税問題に象徴される保護主義を煽

ることが懸念される。

従来から指摘してきたように、現在の不均衡は、わが国の産業構造に起因する根の深いものであり、短期間にその解消を期待することは現実的ではない。しかし、これまでの円高により、そうした構造が転換していく兆しは、このところかなり広範に見受けられるに至っている。そうした転換を円滑に進めるためには、円相場の安定を通じて内需の持続的な拡大を維持する必要があるが、同時に内需の拡大を図ること自体が円相場安定の重要な前提となっている面も見逃せない。持続的な内需拡大に向けて、諸規制の見直しによる民間活動分野の拡大や財政再建の枠内での財政資金の有効活用等の面で一層の工夫をこらしていくことは、その意味からもマクロ政策面での重要な課題といえよう。

この間最近の金融情勢をみると、昨年初来5回の公定歩合引下げにより、諸金利が歴史的にみても海外諸国との対比においても極めて低い水準にまで低下した。企業金融も一段と緩和しており、また、マネーサプライについても、一時増勢鈍化の気配を示したものの、更年後は再び伸びを高め、实体经济活動との対比でみると相当高い水準に達している。

幸い、現在の物価を巡る環境は総じて良好であるが、最近海外商品市況が強含みに転じていることや、金融緩和が一段と進展していることを考えれば、物価を巡る環境について過度の楽観は許されない。さらに金融の引緩みが行き過ぎた場合には、株式、土地等既存資産の投機的な取引が助長され、経済の健全な発展や長い目でみた物価安定に対する人々の信認を脅かすことが懸念される。したがって、マネーサプライをはじめ流動性水準の推移については、今後一層注意してみていく必要があろう。

2. 景気の現局面

60年秋以来の円高に端を発した景気調整の過程は、これまで際立った「二面性」を伴いつつ展開してきたが、循環的には次第に底固めの段階に入りつつあるとみられる(図表1)。これは、①個人消費や住宅投資等の家計支出や非製造業の設備投資が、振れを伴いつつも堅調地合いを維持しているなかで、②製造業においても、最近の円一段高もあって業況停滞感は引続き根強いものの、在庫調整や円高への対応が着実に進展したことや、これまでの円高の輸出数量調整効果が次第に減退しつつあることから、生産の立上がりが展望可能となっているためである。

(図表1)

景 気 の 足 取 り

		60年 4～6月	7～9月	10～12月	61年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	62年 1～3月
デ フ レ ・ イ ン パ ク ト	輸 出 数 量 (前年比、%)	6.6	4.0	2.2	△ 0.1	△ 0.7	0.3	△ 4.3	△ 0.2
	製 品 在 庫 率 均 四 半 期 (55年=100)	98.4	99.0	99.9	101.5	102.0	102.4	100.0	(1、2月) 98.4
	生 産 (前年比、%)	6.6	4.7	1.1	1.3	△ 0.6	△ 1.1	△ 0.7	(1、2月) 0.3
	商 品 市 況 (前期末比、%)	△ 2.1	△ 2.6	△ 2.1	△ 8.7	△ 6.6	△ 4.6	0.4	0.3
	製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く石油精製)	4.94		3.60		2.96		(予 測) 2.96	
	製 造 業 設 備 投 資 (前期比、%)	4.8		3.9		△ 4.3		(予 測) △10.5	
物 価 安 定 効 果	消 費 者 物 価 (前年比、%)	2.0	2.1	2.0	1.5	0.9	0.2	△ 0.2	(1、2月) △ 1.1
	1人当たり実質賃金 (前年比、%)	0.9	2.3	1.4	3.2	3.0	3.1	3.3	(1、2月) 3.9
	実 質 消 費 支 出 労 働 者 世 帯 (前年比、%)	0.1	1.3	△ 0.8	△ 0.7	1.1	1.6	2.0	(1月) 2.7
	新 設 住 宅 着 工 (前年比、%)	4.2	△ 0.7	5.7	5.5	2.8	17.8	15.1	(1、2月) 11.9
	非 製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く電力・ガス)	0.90		1.06		1.20		(予 測) 1.10	
	非 製 造 業 設 備 投 資 (同上、前期比、%)	5.7		△ 5.3		7.5		(予 測) 13.5	

(注) 商品市況は日本銀行調査統計局調べ。

収益、設備投資は日本銀行「主要企業短観」(62年2月)ベース。

(製造業における調整の進展)

これをまず、円高の輸出入数量調整効果に起因するデフレ・インパクトの帰趨からみると、輸出数量は、円高によるドル建て価格引上げの効果から、61年1～3月以降はほぼ一貫して前年を下回ってきた。しかしながら本年入り後は、かなりの増勢に転じており、香港向け船舶の引渡し集中や規制年度替わりに伴うEC向け自動車の船積み増といった特殊要因を除いても、前期比プラスを記録している(上記を除いたベース・前期比、61年10～12月△3%→62年1～3月+2%)。

一方、輸入数量も、加工製品を中心に引続き強調裡に推移しているが、輸出数量が下げ止まり気味のため、外需全体としてもマイナス幅が縮小する方向にある。

次に、国内面で在庫の動向をみても、円高が進行する過程で積上がりをみた

メーカー製品在庫の調整が素材業種を中心に着実に進捗している。すなわち、製品在庫率(55年=100)は、61年7～9月(102.4)をピークに漸次低下し(62年2月、97.5)、また日本銀行の「主要企業短期経済観測調査」(「短観」)でも、在庫過剰感が後退している(製品在庫水準判断<「過大」-「不足」社数構成比>、61年8月25%→11月23%→62年2月21%)。さらに業界ヒアリング等からみても、現状、在庫調整は概ね終了局面を迎えつつあるように見受けられる(図表2)。鉱工業生産は、こうした在庫調整の進展に加え、ビル建設関連需要や官公需、さらには上記特殊要因による輸出の増加等から、更年後は4四半期ぶりに前年比プラスに転じている(前年比、61年7～9月 Δ 1.1%→10～12月 Δ 0.7%→62年1～2月平均+0.3%)。

こうした状況下、為替相場は3月下旬以降約10円の円高となっており、また、ここにきて米国の半導体報復問題といった貿易摩擦も表面化しているため、企業マインドがやや下押しされていることは否めない。ただ、これらの要因が製造業収益の回復時期を若干後ずれさせ、その後の回復テンポをマイルドにする方向で作用することは免れ難いとしても、今後一段の円高を回避しうるとすれば、上記の事情から生産の立上がりのシナリオ自体を崩すには至らないと考えられ、その固定費負担軽減効果の顕現や在庫評価損の縮小、さらには合理化や部品調達の入への切換えといった円高対応の進展等から、収益は下げ止まりの段階に入っているとみられる。

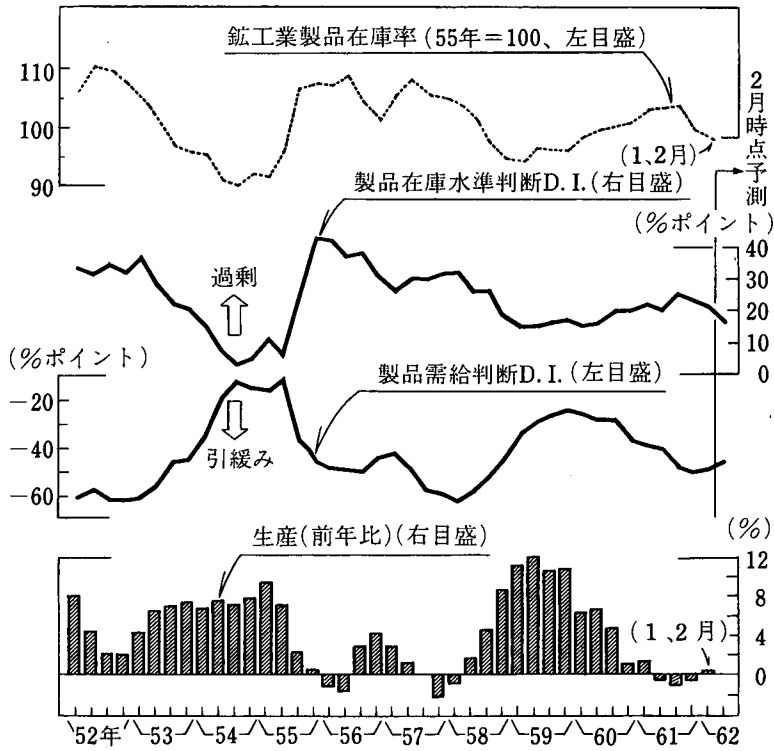
(家計、非製造業による景気下支え効果の持続)

このように製造業における調整が、これまでのところ景気全体を累積的に悪化させることなく進捗してきたのは、家計支出や非製造業の設備投資がほぼ一貫して堅調を維持し、景気下支え機能を果たし続けてきたことによる面が大きい。その点で今回の調整局面における景気の流れは、従来のパターンとかなり異なるが、これは円高のメリット側面の顕現によるものにほかならない。すなわち、まず家計支出の動向をみると、名目賃金の伸びの鈍化(冬季賞与<大企業>の前年比、労働省調べ、60年冬+4.4%→61年冬+1.5%)を主因に名目所得は伸び悩みとなっているが、消費者物価の低下(62年3月前年比、 Δ 0.3%<東京>)を背景として、実質賃金はむしろ幾分増勢を高めてきており、このため個人消費は天候要因等による振れ、あるいは地域的な格差を伴いつつも、総じて堅調を維持してきた。最近の動きをみても、百貨店売上げ(春物衣料等)のほか、VTR、大型カラーテレビ等を中心に家電製品の売れ行きが引続き高い伸びを示しており、また内

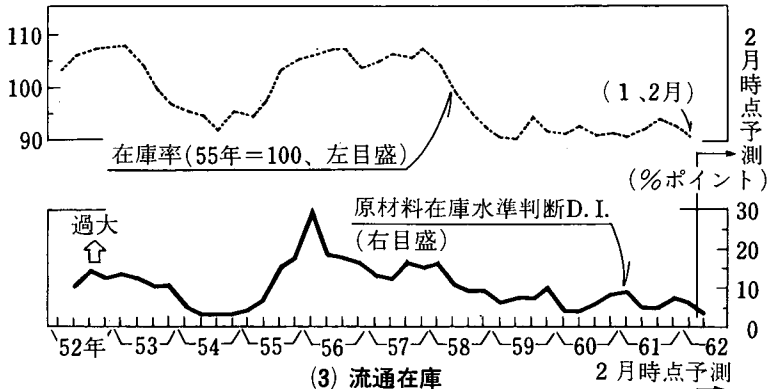
(図表2)

在庫調整の進展

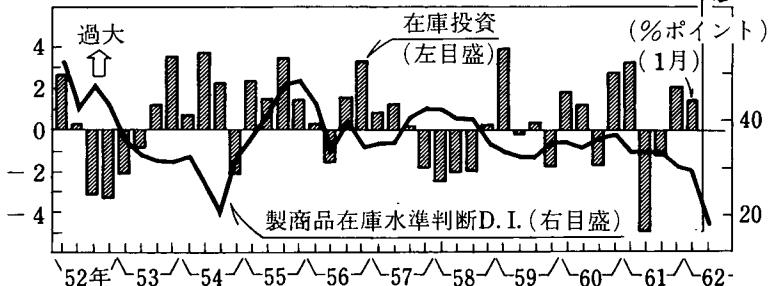
(1) メーカー製品在庫



(2) メーカー原材料在庫



(3) 流通在庫



(注) 在庫水準判断D.I.は流通在庫(日本銀行「全国企業短観」・卸売業)を除き日本銀行「主要企業短観」・製造業ベース。

流通在庫投資は55年=100とする残高指数の前期差。

外旅行等レジャー関連支出も底固く推移している。

住宅投資についても、資材価格や金利の低下、さらにはそれらを背景とした貸家採算の好転などから好調裡に推移し、新設住宅着工戸数は期を逐って伸びを高めている(季節調整済み年率、61年7～9月141万戸→10～12月146万戸→62年1～2月平均149万戸)。

さらに非製造業においても、交易条件の改善や個人消費等関連性の深い需要の堅調から収益が増加したことを背景に、設備投資の上積み(「短観」による61年度の前年度比<除く電力>は、11月調査+10.8%→2月調査+11.3%)に加え、雇用を増加させてきた。ちなみに、非製造業の投入・産出価格について、ごくラフに試算してみると、投入価格面では、①中間投入コストの低下、②一般物価水準の低下や製造業における雇用調整圧力の強まりを反映した賃金水準の抑制、さらには③金利の低下等コスト低下効果が生じている一方で、「国内デフレータ^(注1)」でみた産出価格は60年後半以降も幾分上昇しているため、交易条件が大きく改善している。

3. 62年度経済の展望

以上のように、景気は短期的な循環の観点からは調整一巡の局面にあり、製造業の収益も底固めに入りつつある。ただ、最近の円相場の一段の上昇から底固め時期が幾分後ずれする可能性に加え、収益の回復自体が賃金・雇用の調整に依存した面が強いだけに、それが現在堅調の個人消費等に波及することは避けられず、立上りのための強力な牽引力を見出し難いのも事実である。したがって、62年度の経済を展望するにあたっては、①最近の円高の効果および海外環境からみた輸出持直しの可能性とその程度、②それを踏まえた場合の内需の自律的な回復力の評価、が主要なポイントとなる。

(海外環境と輸出入見通し)

まず海外環境をみると、為替相場動向の帰趨や海外景気、さらには原油価格、米国による半導体報復関税問題等不透明な要素が少なくない。

まず米国景気については、昨年の個人消費・住宅投資・財政主導型から、本年には、輸出主導型へと景気のリード役のシフトを伴いつつも、全体としては緩や

(注1) 国内デフレータは、(名目GNP－名目輸出等)を(実質GNP－実質輸出等)で除した概念で、前年比でみて60年7～9月の+1.9%から61年10～12月には+2.3%へと小幅ながら上昇。

かな拡大を続けるものと期待される。すなわち、これまで堅調であった個人消費、住宅投資等が税制改革の影響や最近の金利上昇から伸びを鈍化させることは不可避であり、また財政支出も均衡財政法の下で抑制されているため、国内需要の減速は避け難いとみられるが、一方で、ドル高修正の効果から輸出数量の回復基調が明確になりつつある（GNPベース実質輸出・前期比、86年4～6月 $\Delta 2.1\%$ →7～9月 $+5.1\%$ →10～12月 $+5.4\%$ ）。生産もこうした動きを反映して立上がりを示しており、その収益や稼働率への好影響をも勘案すると、一段の金利上昇がない限り、製造業における設備投資調整圧力も徐々に減衰していくものと期待される。

またわが国にとり米国に次ぐ輸出市場である東・南アジア諸国でも、韓国、台湾等 NICs で輸出の好調持続やそれに誘発された民間設備投資の盛上がり等から高めの成長を持続する見通しにあり、さらに中国でも、輸入規制は維持されるものの、昨年のような大幅な落込みは回避される見通しにある。この間、欧州では、このところ英国の輸出が持直しているが、その一方で、西ドイツ、フランスでは、輸出の低迷から製造業受注や生産の伸びが鈍化しており、個人消費等は引き続き堅調であるものの、総じて景気の足取りは緩慢なものとなっている。

こうした海外環境のもとでは、わが国の輸出数量は規制要因等による一時的な振れを伴いつつ、次第に持直しに向かう公算が大きい。これは、最近の追加的な円高によるドル建て価格引上げはかなり限定されたものととどまる見通しにあるため^(注2)、それが企業収益を圧迫する効果を別とすれば、円高の輸出数量抑制効果は漸次減衰する方向にあり、海外景気拡大に伴う所得効果が次第にこれを凌駕するに至るとみられるためである（図表3）。もとより現在わが国経済内部に生じつつある構造転換の動きを勘案すれば、過去のパターンほどには所得効果が顕現化しない可能性もある。しかし、現地生産拡大初期にみられる部品輸出の増加もあり、わが国輸出の高い所得弾性値が目立って低下するまでにはかなりの期間を要すると考えられ、また、米国経済が順調に製造業中心の拡大に比重を移していく場合には、わが国からの生産財（鉄鋼、化学、半導体等）、資本財（事務用機器等）輸入がとくに増えやすい傾向があるだけに、円相場の一層の上昇や保護貿易主義の高まりといった事態が避けられれば、輸出が多少持直すこと自体はむしろ蓋然

（注2）企業ヒアリングによれば、最近の円高のドル建て価格への転嫁率はせいぜい2割程度とみられ（この場合、累積転嫁率は5割弱）、円高進行の限界的な輸出数量調整効果はかなり限定されたものととどまる見通し。

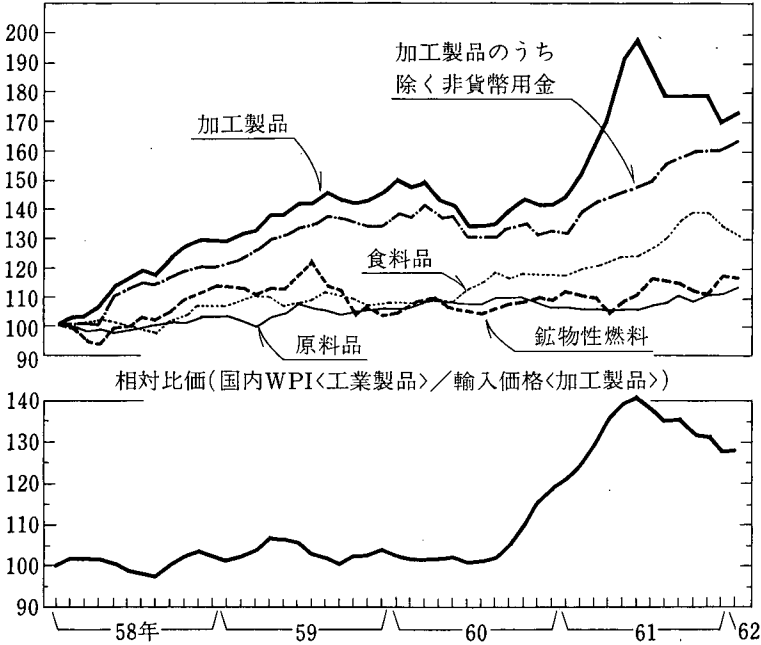
(図表 3)

輸出入数量(通関ベース)の動向

(季節調整済み前期比、()内は前年比、%)

	61年 1～ 3月	4～ 6月	7～ 9月	10～ 12月	62年 1～ 3月	60年度 上 期	下 期	61年度 上 期	下 期
輸出数量	△ 1.9 (△ 0.1)	0.2 (△ 0.7)	0.8 (0.3)	△ 4.1 (△ 4.3)	4.0 (△ 0.2)	1.1 (5.4)	△ 0.2 (0.9)	△ 0.4 (△ 0.6)	△ 1.8 (△ 2.3)
輸入数量	3.1 (3.6)	11.6 (16.9)	1.0 (18.1)	△ 1.2 (14.3)	△ 3.5 (7.4)	0.2 (△ 1.5)	3.3 (3.5)	14.0 (17.6)	△ 2.4 (11.1)

輸入数量の品目別動向



(注) 季節調整済み、3か月移動平均、58年1月=100。

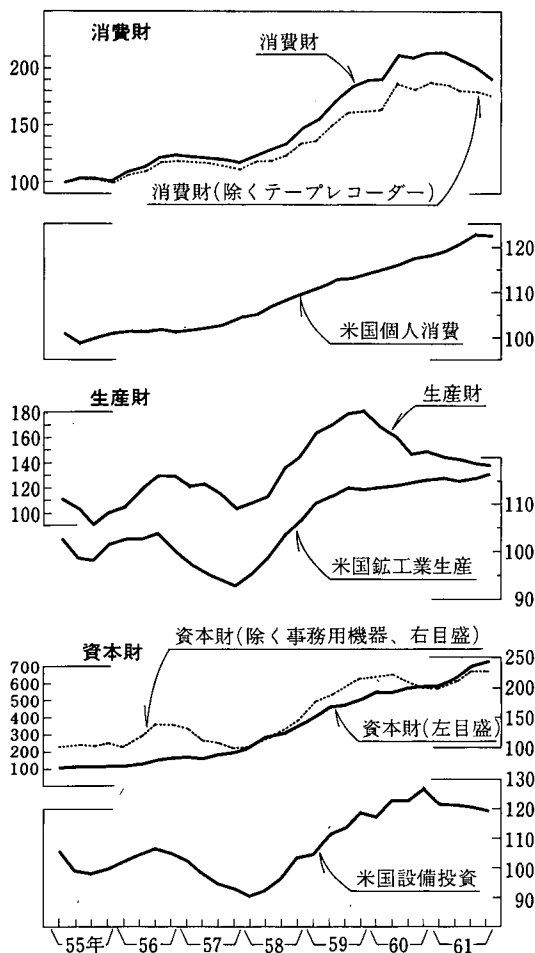
性の高いシナリオであろう(図表4)。

一方、輸入数量については、円高の需要面に対する効果は比較的短期に一巡に向かうものの、最近の追加的な円高のほか、企業が円高定着を前提に、部品調達を輸入に切替えているといったやや中長期的な対応を行っていることを勘案すると、中間財を中心に引続きかなりの伸びが期待できるものと考えられる。ちなみに、2月調査の「短観」によれば、アンケート先主要企業製造業386社の製品輸入額(ドルベース)は、61年度(前年度比+36%)に続き62年度も1割強の高い伸びが見込まれている。

上記の輸入数量増加の結果、輸出の持直しにもかかわらず、62年度の景気が

(図表 4)

財別対米輸出数量の動き
(季節調整済み、55年=100)



「外需主導型」の回復となることは避けられる見通しである。ただ、外需(経常海外余剰)は61年度に大きなマイナスを示した後、62年度にはマイナス幅が大きく縮小しよう(図表5)。また上・下期別に分けてみると、62年度央までは円高の輸入促進効果がなお相当強く残存するため、外需は依然かなりのマイナス寄与となるが、それ以降はそうした効果が徐々に減衰し、次第に輸出数量拡大の影響が支配的となってくる可能性があることには留意しておく必要がある。

(内需の自律的回復力)

次に、内需の自律的回復力をみるうえでは、製造業における在庫調整の一巡と生産の立上がり、どのようなタイミングで、どの程度設備や雇用の増加につながるかがポイントとなる。この点に関する

かぎは製造業の収益動向にあるといえるが、問題は①最近の円相場の一段上昇が定着した場合には、輸出価格への転嫁が限られているだけに、収益をかなり圧迫することが不可避であることに加え、②収益の回復自体がある程度賃金・雇用の調整に依存していることであり、それが現在堅調の家計支出に対して大きく下押し圧力として作用する場合には、内需の自律的な回復力は極めて弱いものととまるとみられる点である。

そこで第1に、生産の動向を展望すると、上記のように62年入り後はすでに底入れの気配がうかがわれ、また今後についても、上記の輸出の持直しや各段階における在庫復元が期待されるため、次第に確かな足取りになるものとみられる。

こうした生産の立上がりを前提とすれば、製造業の収益に対しても、かなりの

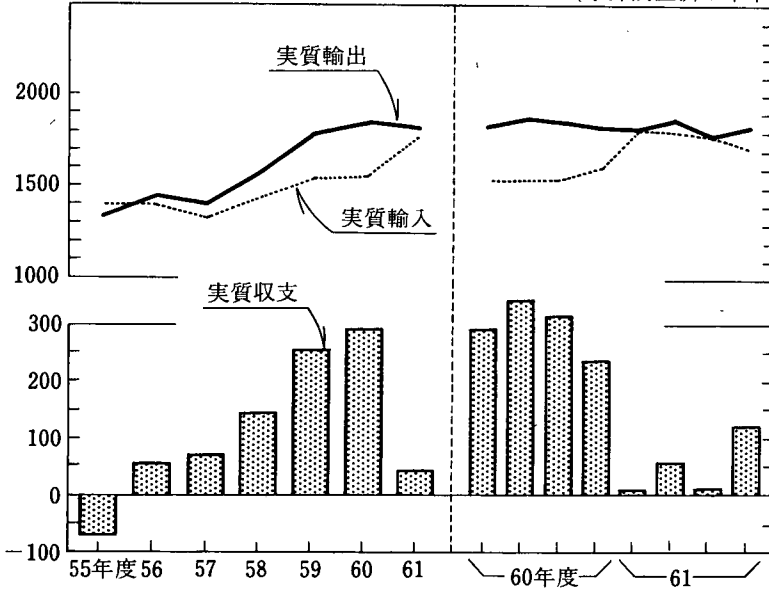
(図表 5)

外 需 の 動 向

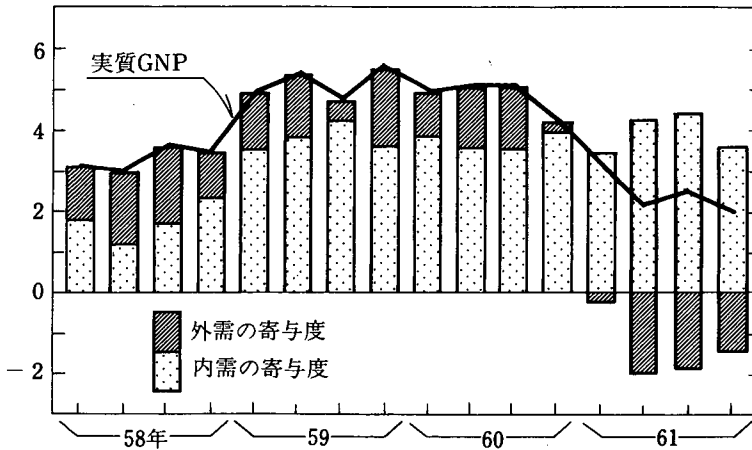
(億ドル)

(1) 実質通関収支の動向

(季節調整済み年率)



(2) 実質GNP成長率に対する内外需別寄与度
(前年比・%)



(3) 経常収支 (IMFベース) の推移

(季節調整済み年率)

	60年度 上 期	下 期	61年度 上 期	61年 4～6月	7～9月	10～12月
ドルベース(億ドル)	488	621	907	863	950	971
円ベース(兆円)	11.9	12.3	14.7	14.7	14.8	15.6

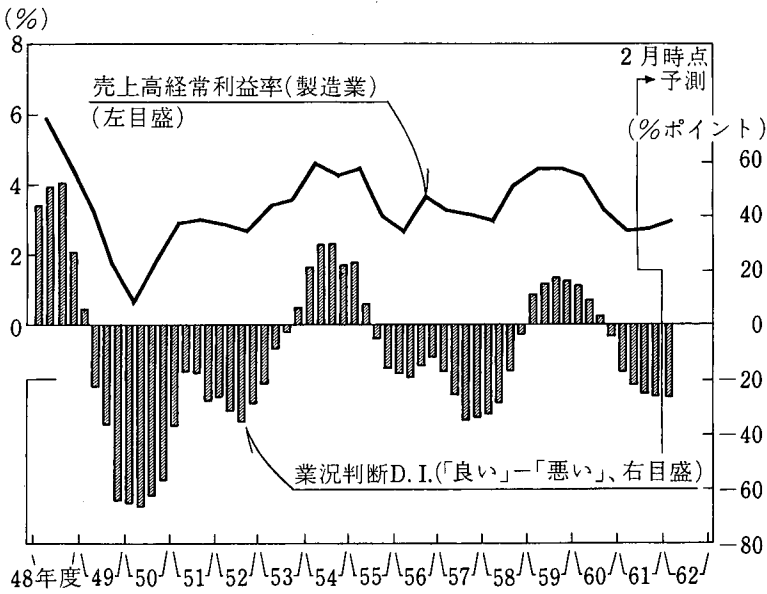
固定費負担軽減効果を期待できよう。また部品輸入への切換え、雇用面の調整といった円高への対応努力が大きく進展しつつあることに加え、今春ベア率の落着きに伴う人件費低下効果も併せて考えれば、最近の追加的な円高による下押しを

勘案しても、収益は次第に回復に向かうものと展望される。ちなみに、2月時点における「短観」によれば、製造業(除く石油精製)の収益は、62年度上期には小幅ながら回復に転じる見通しとなっており(前期比、61年度上期△22.1%→下期実績見込み△0.3%→62年度上期見通し+8.1%、図表6)、その後の円高で底入れ時期は若干後ずれするにせよ、回復のシナリオ自体は維持しうるものとみられる。

(図表6) 企業収益の動向

		(%)				
		60年度 下 期	61年度 上 期	(予測) 下 期	(予測) 62年度 上 期	
製 造 業	経 常 利 益 ・ 前 期 比	△ 22.0	△ 25.0	2.6	6.9	
	売 上 高 経 常 利 益 率	3.44	2.85	2.93	3.16	
	前 期 比 変 化 幅	△ 0.97	△ 0.59	0.08	0.23	
	費 用 別 内 訳	原 材 料 費 要 因	0.39	3.49	0.76	0.02
		人 件 費 要 因	△ 0.04	△ 1.12	0.04	△ 0.11
		金 融 費 用 要 因	0.05	0.01	0.10	0.01
		減 価 償 却 費 要 因	△ 0.32	△ 0.13	△ 0.33	0.01
非 製 造 業	経 常 利 益 ・ 前 年 比	4.3	11.5	△ 7.9	△ 0.1	
	売 上 高 経 常 利 益 率	1.06	1.20	1.10	1.17	

*電力・ガスを除く。
(注) 日本銀行「主要企業短観」(62年2月)による。



こうしたなかで、製造業の設備投資については、現在中期的な資本ストック調整過程にあることや、増大しつつある海外直接投資の国内投資代替効果から、62年度も前年度に引続きマイナスとなる公算が大きい。前記「短観」によれば、製造業の62年度設備投資は、食品等一部好調業種を除いて軒並み減少の計画となっている(前年度比、60年度+13.2%→61年度実績見込み△9.2%→62年度計画△4.8%、土地投資を除くベースでは、同+11.7%→△8.4%→△2.6%)。もっとも、年度後半に関しては、先にみた生産持直しによる稼働率の上昇に加え、上記のような収益の底入れや長期金利低下の効果もあって漸次持直しに向かうとの展望が一応可能である(図表7)。ちなみに、速やかな意思決定が可能で、発注のタイミングが早い中小企業製造業の設備投資^(注3)については、従来から生産の動きとの間にはほとんどラグがなく、大企業に比べて先行性が高かったが、最近の為替相場円高化により幾分後ずれすることはあるにせよ、生産の立上りに概ね歩調を合わせて、幾分回復に向かう可能性も出てきているようにうかがわれる。

第2に、以上のように製造業における短期・中期の調整が進展する見通しの一方で、これまで景気下支えの役割を果たしてきた家計支出(個人消費、住宅投資)や非製造業の設備投資については、物価安定、金利低下の効果等から引続き底固い動きを期待できるものの、増勢が鈍化することは避け難い。

すなわち、まず個人消費を巡る環境を眺めると、今春のベアは製造業における収益水準の低下や61年度における消費者物価の安定等を反映して、低率での妥結が見込まれる一方、先行き消費者物価は下げ止まる見通しにあり、さらに少なくとも62年度上期にかけては雇用調整圧力がむしろ高まる方向にあるため、実質可処分所得の伸びは鈍化を免れない。しかし同時に、消費の慣性効果や長期的な期待インフレ率の低下に伴う実質金融資産残高効果等から、消費性向が多少高まるとみられるため、基調としての底固さは維持しうるとみられる(図表8)。

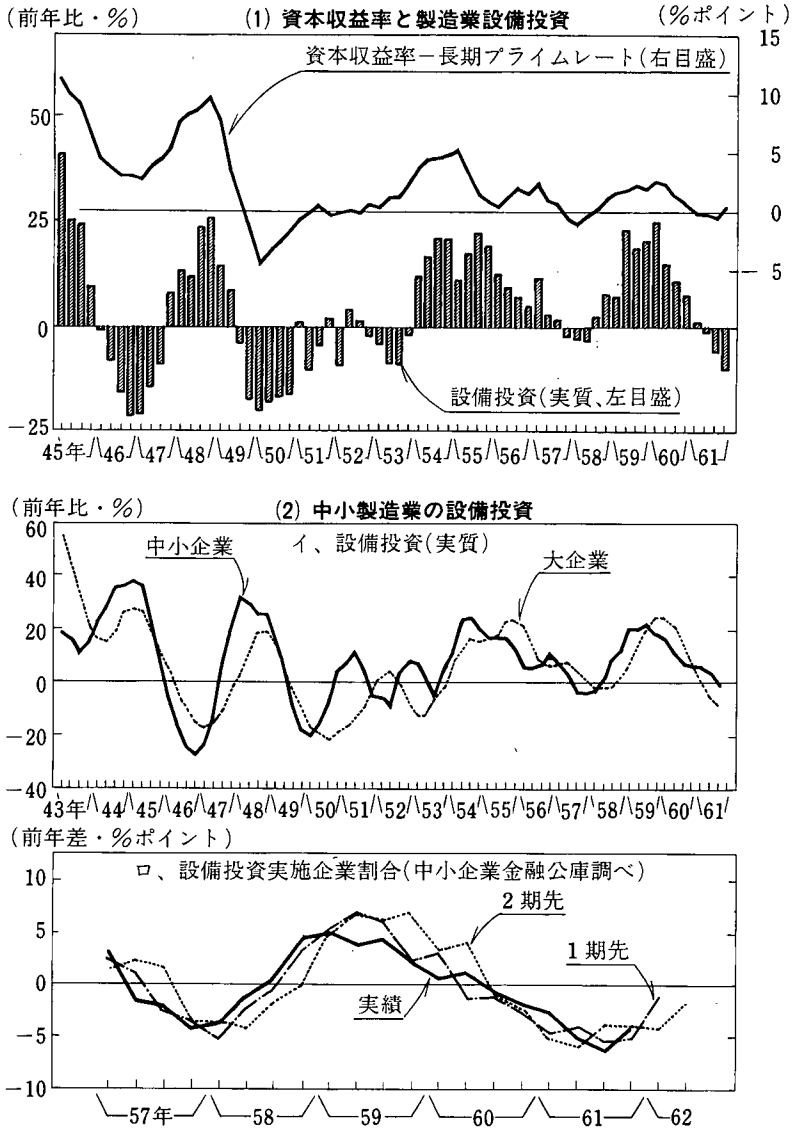
また住宅投資は、首都圏への人口流入増加などの構造的要因や金利、資材価格低下のコスト効果、さらには旺盛な貸家の建替え需要等から判断して好調を持続しうるとみられるが、すでに極めて高水準にあるだけに、伸び率としては鈍化する見通しである(図表9)。

さらに非製造業の設備投資については、ウエイトの高い電力が長期的な需要の伸び悩みから幾分減少に転じる見通しにあるが、それ以外の業種では、リース、

(注3) 中小企業金融公庫の「設備投資実施企業割合調査」によれば、61年10～12月にはすでに下げ止まりとなっている。

(図表 7)

製造業設備投資の動向



- (注) 1. 資本収益率＝営業利益／(土地＋資本ストック)＜市場価格＞
 2. 設備投資(実質)の61年10～12月は日本銀行調査統計局推計。
 3. 大企業設備投資(実質)は、資本金1億円以上の企業の新設投資額(法人企業統計季報ベース)を民間設備投資デフレーターで実質化。中小企業設備投資(実質)は、全体から大企業を控除して算出。いずれも3期移動平均。

金融機関を中心に、収益の好調やOA化の動き等の独立投資要因から、現時点としてはかなり意欲的な投資を計画している。ただ、60、61年度の投資規模が大きく、資本ストックも高い伸びを示してきただけに、伸び率としてはかなりの鈍化

(図表 8)

家計所得、支出の動向

(前年比・%)

	名目賃金	消費者物価 (除く帰属家賃)	実質賃金	実質民間最終 消費支出
60年1～3月	3.5	2.0	1.4	2.4
4～6月	3.0	2.1	0.9	2.6
7～9月	4.5	2.1	2.3	2.7
10～12月	3.4	1.9	1.4	2.7
61年1～3月	4.7	1.4	3.2	2.3
4～6月	3.7	0.7	3.0	2.8
7～9月	3.1	0.0	3.1	3.5
10～12月	2.8	△ 0.4	3.3	2.2

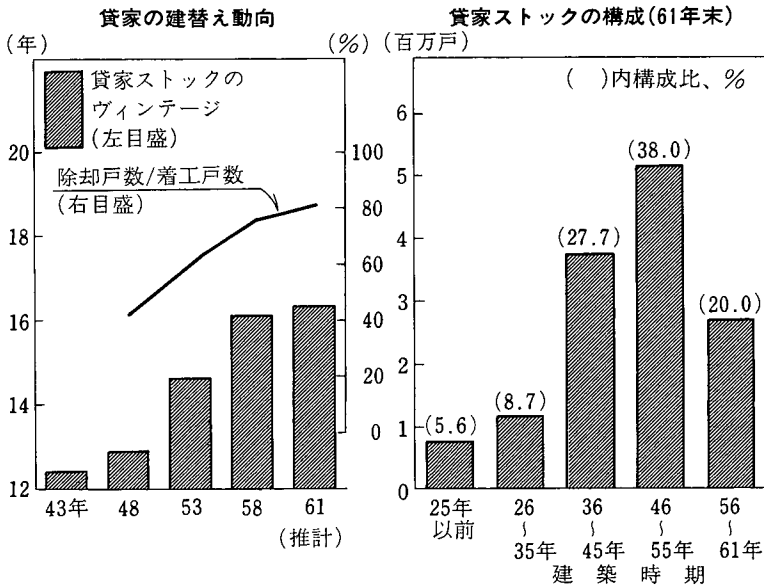
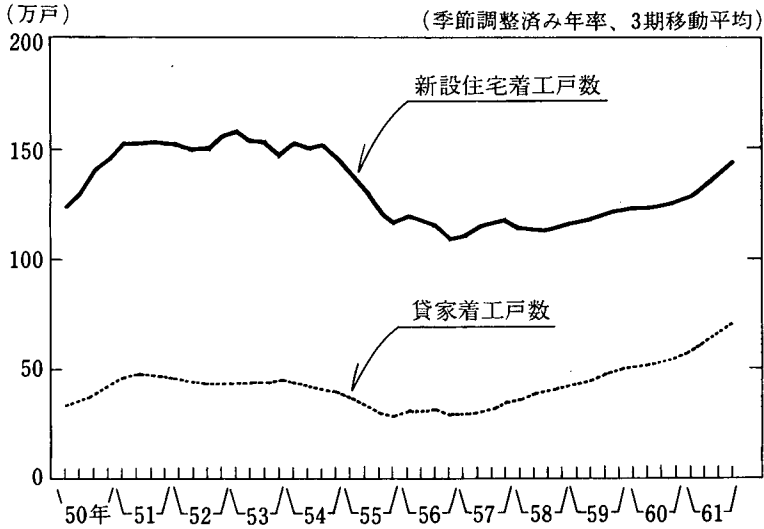
は避け難い。ちなみに、「短観」により非製造業(除く電力ベース)の設備投資動向をみると、60年度+9.5%、61年度実績見込み+11.3%に対し、62年度は+2.5%の計画(土地投資を除くベースでは、同+3.8%→+9.5%→+4.5%)となっている(図表10)。

この間財政支出については、62年度予算がいまだ成立していないが、政府案は財政再建の枠組みを堅持しつつも、財投や地方財政の拡大等によって公共事業の伸びを確保するなど、景気面へもそれなりに配慮したものとなっている。また、最近の円相場の上昇もあって、年度中に補正予算編成による財政支出追加を求める声が一段と高まっているが、仮に新規の実質需要増につながる支出ベースで昨秋の補正予算並みになるとすれば、円一段高のデフレ・インパクトは相殺しうることとなろう。なお、予算成立の遅れに関しては、発注時期の後ずれによる景気面への悪影響を懸念する向きもあるが、過去の同様のケースをみる限り、GNPベース公共投資への影響は軽微と考えられる。

いうまでもなく、財政政策を考える場合には、財政再建という課題との整合性が問題となる。この点に関しては、これまでの努力等から以前に比べて若干財政に景気変動調整機能を果たす余地が生じつつあることや、現在の状況下では内需の持続的拡大を確保することが喫緊の課題であることは事実であろう。ただ同時に、財政支出が持続的に拡大する場合には、「大きな政府」につながり、経済全般の非効率化を招きがちなことや、とくに大幅な赤字公債の発行を伴う場合には、生産的な投資を阻害するクラウディング・アウトを生じたり、将来の増税予

(図表 9)

住 宅 投 資 の 動 向



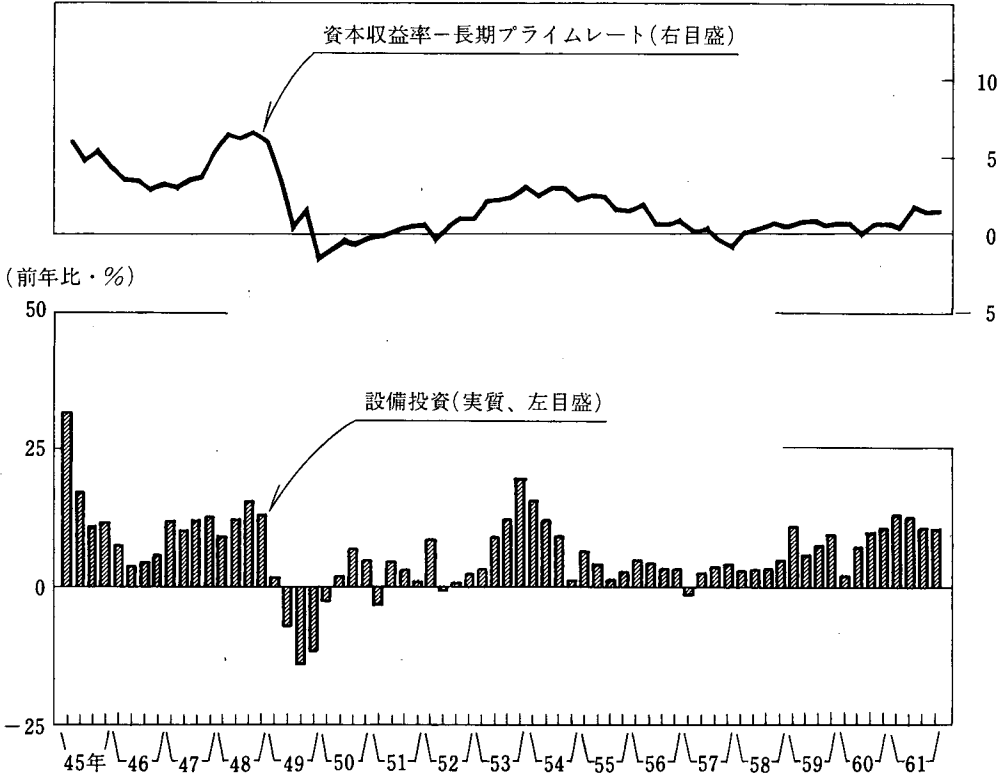
(注) 61年の貸家ストックデータは、58年時の建築時期別ストックデータおよび58～61年の貸家着工戸数をもとに、フローの除却額が定率増加すると仮定して、日本銀行調査統計局で推計。

想を高めたりすることが懸念される。このように長期的な財政再建の必要性が低下したわけでは決してなく、また、財政政策によって長期的な成長軌道を引上げることは不可能と考えられる。したがって、追加的な財政措置を講ずる場合には、十分な歯止めを設けるとともに、支出規模との対比で大きな効果を確保すべく、引続き最大限の工夫をこらすことが肝要であろう。

(図表10)

非製造業設備投資の動向

(%ポイント)



(注) 1. 資本収益率は、図表7(注)1参照。

2. 設備投資(実質)の61年10～12月は日本銀行調査統計局推計。

(参考) 非製造業設備投資の業種別内訳

(名目、前年比・%)

	60年 10～12月	61年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
非製造業(除く金融・保険) (同除く金融・保険、電力・ガス・水道)	19.3 (22.2)	11.0 (16.9)	17.8 (23.3)	6.4 (6.3)	3.4 (3.1)
サービス業	28.4	26.6	26.9	2.3	3.6
農林水産業	24.2	△ 17.2	50.2	△ 3.1	△ 18.8
鉱業	4.0	2.9	△ 21.1	△ 7.5	△ 40.7
建設業	△ 14.9	6.4	41.8	17.7	33.3
卸・小売業	△ 3.4	9.9	37.6	22.9	20.4
不動産業	27.2	30.0	55.1	△ 14.9	20.9
運輸・通信業	63.4	6.8	△ 5.5	9.4	△ 13.9
電力・ガス・水道	8.8	△ 5.2	△ 3.1	6.4	4.7
金融・保険業	△ 4.6	8.9	14.7	14.0	21.4

(注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」ベース。ただし、61年1～3月までは、N T Tを除く(日本銀行調査統計局推計)。

2. 金融・保険業は、経済企画庁「法人企業動向調査」ベース。61年10～12月は実績見込み。

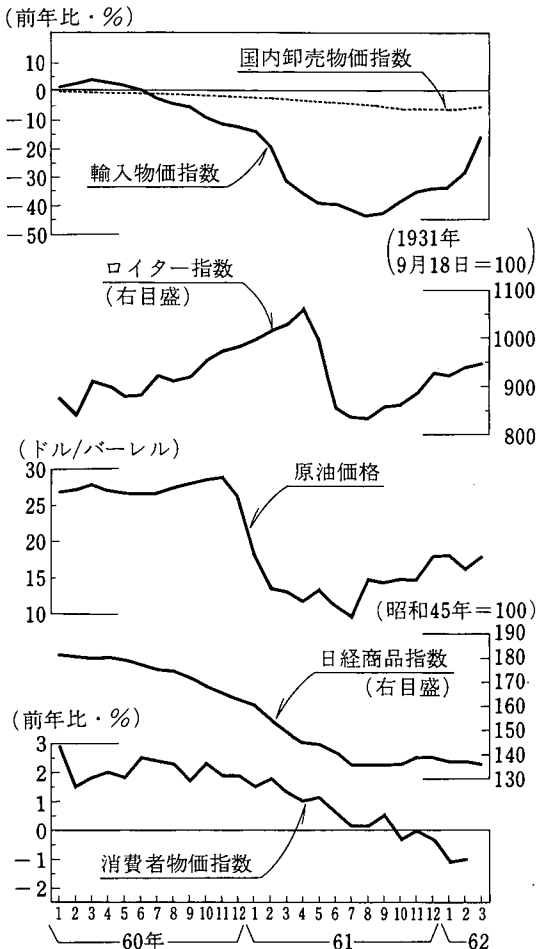
(物価、雇用の動向)

この間物価面では、今春ベアが低めの水準で終息する見通しにあることや生産の持ち直しに伴う賃金コストの低下から、引続き賃金・物価の好循環による物価安定効果を期待できると思われる。さらに、最近の追加的な円高の効果も見込まれるため、コスト面からみる限り、安定基調の大きな変化は予想し難い。ただ後にみるマネーサプライの高い伸び等からみて、金融の緩和は相当進展しており、一部既存資産の値上がりも大幅なだけに、今後の物価を取巻く環境の変化には十分注意を払っていくことが肝要であろう。こうした意味合いで注目されるのが、足もとの物価が引続き落ち着き傾向にある一方で、内外の商品市況が底固めないし小戻しの段階にさしかかっている点である。

すなわち、海外原料品市況をみると、OPEC 諸国では、予想以上に強固な減産

(図表11)

内外の物価・商品市況動向



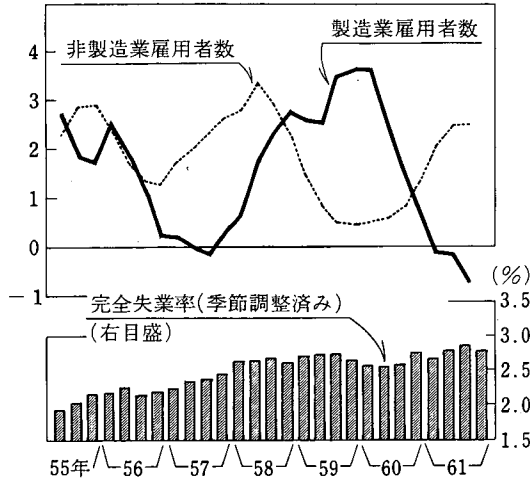
姿勢により1バーレル18ドルの原油固定価格制の維持に腰が入ってきているほか、非鉄(銅地金)や繊維原料(綿花、羊毛)、天然ゴムも更年後反発している。こうしたなか、わが国では、3月の国内卸売物価が60年2月以来2年1か月ぶりの上昇となっており、また国内商品市況面でも、最近の円相場上昇の影響で鋼材、非鉄、繊維の一部に小反落している品目があるものの、在庫調整の進捗や海外市況高を映じたかたちで足もと概ね底固め圏内の動きとなっている。内外商品市況の今後の動向を考えると、為替相場の動向はもちろん、不需要期におけるOPEC 諸国の減産体制の腰の強さ等にも、引続き注目を怠れないところである(図表11)。

また雇用面では、構造不況業種

(図表12)

雇用者数と失業率の推移

(3期移動平均、前年比・%)



をはじめ製造業における調整圧力が少なくとも年度前半まで強く残存するのは避け難い一方で、現在好調の非製造業における雇用増加のテンポも多少鈍化する見通しにある。ただ、今春の低めの賃上げ率や生産持直しの見通しを前提にすると、調整圧力は年度後半には幾分弱まる方向にあり、収益の回復と全体としての雇用者数の緩やかな伸びは一応両立可能とみられる。もっとも、失業率については、

労働需給の質的、地域的ミスマッチや労働力人口の趨勢的な増加から、緩やかに上昇する公算が大きく、本年1月に記録した2.96%の既往ピークを早晩更新することは不可避であろう(図表12)。これに対しては、労働力のモビリティを高めたり、不況地域へ資本の誘引を図るなど、きめ細かな対策が望まれるところである。

(対外不均衡の是正問題)

以上のように、製造業における循環的な調整圧力は着実に減衰しており、輸出の持直し傾向等からみて、円相場の安定さえ確保されれば景気の緩やかな回復を展望しうる状況となっている。収益、雇用といった国内均衡の面でも、当面かなりの雇用調整圧力が残存するとみられるものの、全体としては大きくバランスが崩れる事態は回避しえよう。そうしたなかで、わが国にとって最大の課題は、引続き大幅な対外不均衡の是正であり、それが改善方向に向かわない限り、長い目でみた円相場の安定も期待し難い。

この点に関して、これまでの円高の効果を評価してみると、輸出数量が減勢をたどる一方で、輸入数量がかなりの増勢を示してきたため、数量ベースの収支は顕著な改善をみた。実質GNPに占める外需の寄与度が、60年の+1.0%ポイント(内需の寄与度は+3.7%ポイント)から、61年には△1.4%ポイント(同+3.9%ポイント<記念硬貨用金を除くベースでは、61年中それぞれ△0.9%ポイントおよび+3.4%ポイント>)へと大きくマイナスに振れたことは、このことの端的な表われにはかならない。貿易相手国における生産や雇用の拡大をもたらすのは、

こうした数量ベース収支での調整であり、その意味で円高は所期の効果を挙げているとみることが可能である。

しかしながら一方で、ドルベース収支の黒字は、円高の逆Jカーブ効果が尾を引いているため、引続き大幅である。現在のドルベースの黒字は政治的にみても、経済的にみても長期にわたって持続可能な水準を超えており、一段の円高プレッシャーの高まりや対日輸入規制の強化は極めて現実的な脅威となっている。現に半導体報復関税問題が発生したのも、個別業界の問題にとどまらず、マクロでも大きな不均衡が存在することがその大きな要因であろう。

今後62年度中を展望しても、累積的円高に伴う輸出価格の引上げが残存する一方、数量調整効果は縮小するとみられるため、わが国の高い輸出の所得弾力性に象徴される貿易構造を不変とする限り、短期間に不均衡是正を図ることは期待し難い。

したがって、長い目でみた対外不均衡是正のためには、これまでの円高の貿易・産業構造転換効果にまつほかはないが、実際にもこのところわが国企業の海外生産拠点の構築・強化や部品調達の海外へのシフトといったかたちで、こうした転換への動きがかなり広範にみられるに至っている(調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」参照)。また前記のように、輸出産業において設備・雇用の調整が行われている一方、内需向け産業における設備投資や雇用が増加している点も、輸出に過度に依存したわが国の経済体質を緩やかではあるが着実に変革するものといえよう。そして、そうした転換が進捗していることにつき、海外当局や市場関係者等の認識を喚起することは、円相場の安定のためにも、保護貿易主義の鎮静を図るうえでも、ますます重要な課題となっている。一方の対外収支赤字国の側でも、中長期視点に立って、輸入に大きく依存した経済体質を徐々に転換していくべきことはいうまでもないが、そのためには、財政赤字削減や国際競争力回復のために地道な努力を積み重ねていくことが求められる。

こうした構造転換の過程においては、摩擦的失業の増大や特定企業への依存度の高い地域の経済衰退等、かなりの痛みを伴うことが避け難い。したがって、そうした副作用を最小限にとどめつつ、中期的な収支調整を円滑に進めるためには、ミクロ面でのきめ細かな雇用対策、地域対策に加え、マクロ政策の面でも内需の持続的な拡大を維持することが必要である。また現在の為替市場を巡る環境からすれば、為替相場の安定を図る見地からも、内需拡大に向けて一層の工夫、努力が求められているといえよう。前述のとおり財政面でもそうした動きがみら

れるが、単に事業規模が大型なものではなく、十分な歯止めを設けたうえで、資金の効率的な活用を図るとともに、諸規制の見直しによる民間活動分野の拡大等が望まれよう。

4. 最近の金融情勢

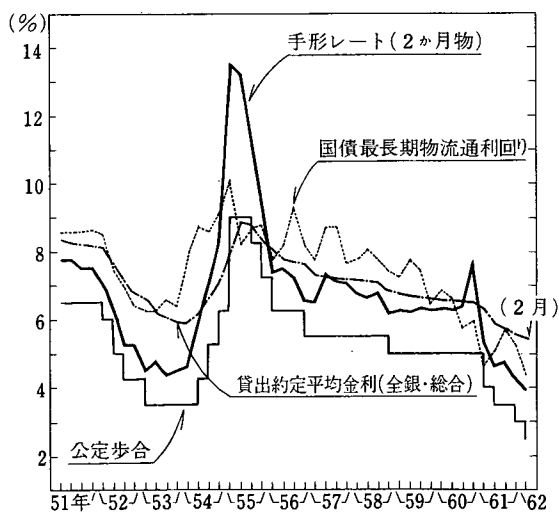
(金利水準)

日本銀行は、為替相場の安定と持続的な内需の拡大に資するとの見地から、内外諸情勢を勘案しつつ、公定歩合を昨年中4回、今年2月さらに0.5%引下げた。この結果、わが国の公定歩合は2.5%と既往最低の水準となった。長短市場金利もこれを受けて一段と低下し、貸出金利(全国銀行貸出約定平均金利)はこのところ長期・短期ともに既往ボトムを更新しつつあるほか、長期国債応募者利回りも6か月連続で引下げられ、4月には4.736%と史上初の4%台となった。このようにわが国の諸金利は、預金金利を含め、歴史的にみても、海外諸国との対比においても、極めて低い水準にまで低下している(図表13)。

企業金融の動きをみても、「短観」の「金融機関の貸出態度判断」や「資金繰り判断」等(図表14)、緩和感は一段と強まっており、企業の手元流動性比率も、大口定期預金等マネー対象資産に加え、特定金銭信託等のいわゆる財テク商品の増加などから、このところ急速に上昇し、昭和50年代入り後では最高水準に達

(図表13)

金利の動向



(注) 1. いずれも四半期末水準。

2. 国債最長期物流通利回りは店頭指標売気配。

している(全産業、61年6月末1.27か月→9月末1.39か月→12月末1.53か月<前回緩和期ピーク1.46か月、前々回同1.70か月>)。

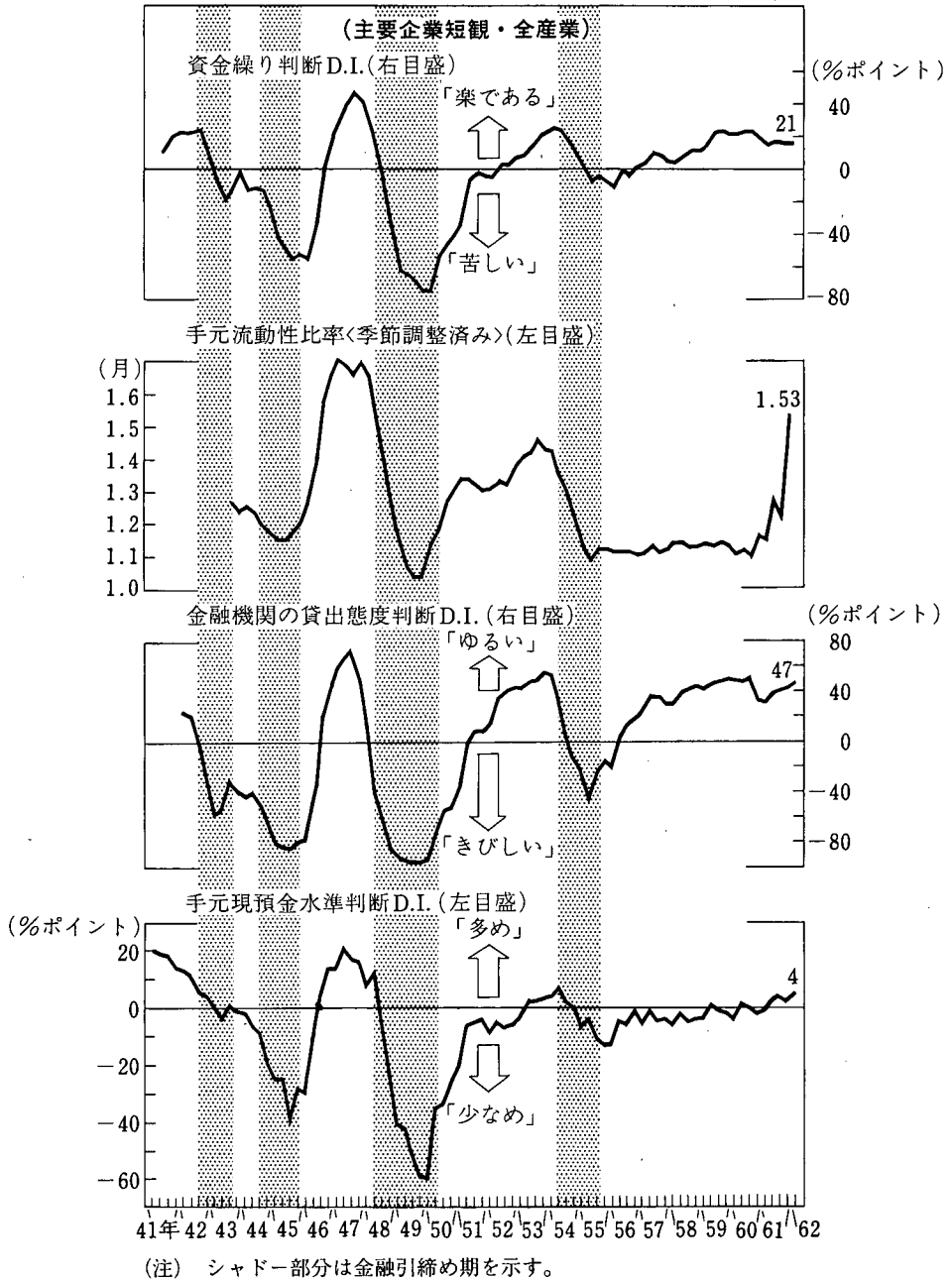
(マネーサプライ動向)

金利低下のもと、こうした企業金融の状態と見合うかたちで、最近マネーサプライが再び高い伸びを示している。

すなわち、中心指標であるM2+CDは昨年7～9月に増勢を強めた後、10～12月にはいったん伸び率が幾分鈍化したが、本年1～3月には再びかなり伸びを高めて

(図表14)

企業金融関連指標の推移



いる ($M_2 + C D$ 前年比、61年7～9月8.8%→10～12月8.3%→62年1～3月8.8%、図表15)。また、当面4～6月を展望しても、前期比伸び率は1～3月に比べ若干落着くとしても、前年比ではむしろ幾分伸びを高め、9%前後となる公算が大きい。さらにマネーの中でも最も流動性の高い M_1 については、昨年4～6月

(図表15)

マネーサプライの動向

(前年比・%)

	M ₂ +CD	M ₁	準通貨 +CD	(参考) 銀行券
60年1～3月	7.9	6.2	8.6	7.0
4～6月	8.3	4.8	9.8	6.3
7～9月	8.3	4.7	9.7	5.9
10～12月	9.0	4.5	10.8	5.3
61年1～3月	9.0	4.2	10.9	5.8
4～6月	8.5	6.7	9.1	6.7
7～9月	8.8	7.8	9.2	8.6
10～12月	8.3	8.9	8.1	8.4
62年1～3月	P8.8	P10.3	P8.3	9.8

(注) Pは速報。

以降一本調子で伸びが加速しており、本年1～3月には前年比10%台に達している。

こうしたマネーサプライ水準を実体経済活動との対比でみると、M₂+CDの流通速度(名目総需要/M₂+CD平残)は引き続き低下傾向をたどっており、ピークからの累積低下幅は、今次金融緩和期が長いこともあって、前回(昭和50～54年頃)はもとより、前々回(昭和46～47年頃)の水準を上回るほどの大幅なものとなっている

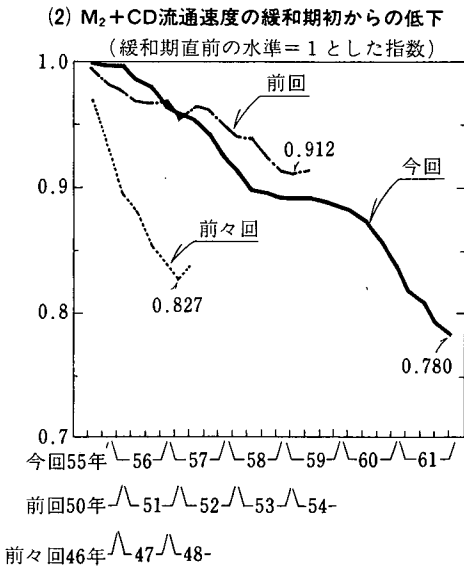
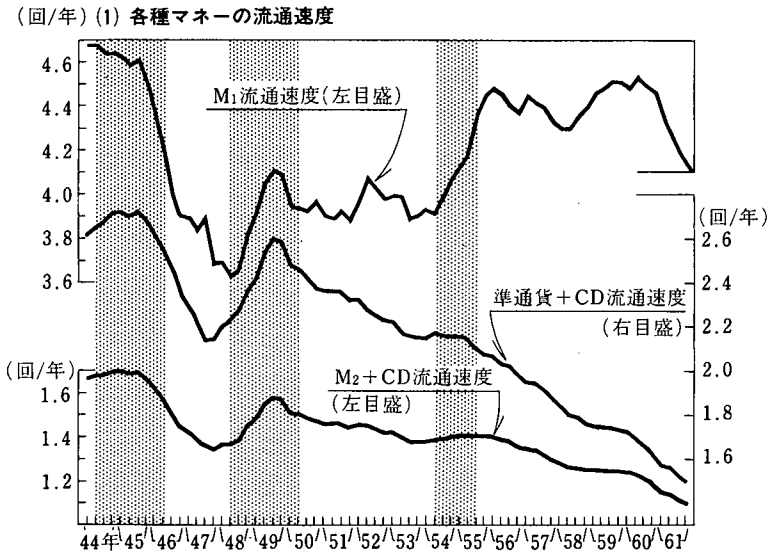
(図表16)。

実体経済が総じてなお停滞を続けているなかで、マネーサプライがこのところ伸びを高めている背景には、金利自由化の進展、記念硬貨の発行などの構造的ないし一時的要因も作用していることは否めない。しかしより基本的には、金利低下に伴うマネー保有機会費用の低下に加え、株式、不動産等既存資産投資の盛行による取引需要の増大を反映した面が強い。とくに、既存資産取引については、金融緩和が長期化するなかで、金利の低下期待が定着し、経済主体のキャピタルゲイン指向が高まっていることも無視しえない要因であり、最近の債券市場におけるキャピタルゲイン狙いの短期回転売買の盛行はその端的な表われといえる。またこれを与信面からみても、自由化の進展により個々の金融機関にとっての限界的な資金のアベイラビリティが高まっていることに加え、上記取引に関連する融資がかなりの伸びを示しているといった事情のあることも見逃せない点である。

幸い、実体経済の動向、なかんずく稼働率の低水準や今春ベア率の落ち着き、さらには最近の一段の円高等からみて、目先き物価の安定基調が大きく崩れる可能性は少ないと判断される。また内需の持続的な拡大と為替相場の安定を図るとの見地からも、当面現在の緩和スタンスを維持することが適切なことはいうまでもない。しかし、金融がすでに十分緩和していることもまた事実であり、緩和が行き過ぎた場合には、実質的な成長に対してはさして寄与しない一方で、付加価値を生まない既存資産の投機的な取引を一層助長する可能性が高い。そうした場

(図表16)

マ ネ ー 流 通 速 度 の 動 向



合、各経済主体の資産内容の健全性が損なわれることを通じて、経済自体の健全な発展が阻害される可能性に加え、長い目でみた物価の安定に対する人々の信認が脅かされるリスクはやはり無視できないと思われる。そうした事態を避けるためには、マネーサプライをはじめ流動性全般の推移について、今後一層注意していく必要があり、金融機関サイドでも、以前にも増して節度のある融資態度を堅持することが求められる。